

Tilburg University

Beleid in onzekerheid

Eijffinger, S.C.W.

Published in:
Maandschrift Economie

Publication date:
1988

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Eijffinger, S. C. W. (1988). Beleid in onzekerheid: Kanttekeningen bij het jaarverslag 1987 van de Nederlandsche Bank. *Maandschrift Economie*, 52(3), 223-233.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Beleid in onzekerheid: kanttekeningen bij het jaarverslag 1987 van De Nederlandsche Bank

door S.C.W. Eijffinger*

Inleiding

'Een van de belangrijkste eisen die aan het beleid moeten worden gesteld, is dat het een zo groot mogelijke bijdrage levert aan het verminderen van de onzekerheden waarmee zij die economische beslissingen nemen, worden geconfronteerd.' Met deze volzin begint president dr. W.F. Duisenberg zijn algemeen overzicht ter inleiding van het jaarverslag 1987 van De Nederlandsche Bank (DNB) dat uitgebracht werd op 26 april 1988.

'Het laten voortbestaan van onzekerheid en *a fortiori* vergroting van onzekerheid over toekomstige ontwikkelingen, van welke aard dan ook', zo vervolgt dr. Duisenberg, 'versterkt de neiging tot uitstel of afstel van het nemen van beslissingen en vergroot de kans op het nemen van verkeerde beslissingen'. Budgettaire en monetaire autoriteiten dienen volgens hem bij te dragen aan een vermindering van onzekerheid in het economisch leven. Indien de economische beleidsmakers hier niet in slagen, dan zal de blijvende onzekerheid uiteindelijk economische groei, werkgelegenheid, welvaart en welzijn negatief beïnvloeden.

De bronnen van onzekerheid zijn zowel van internationale, als nationale aard. Enerzijds zijn de autoriteiten in de grootste geïndustrialiseerde landen, in het bijzonder de Verenigde Staten, niet in staat gebleken de onevenwichtigheden in de wereldeconomie terug te brengen. Anderzijds is het kabinet-Lubbers er naar het oordeel van dr. Duisenberg niet in geslaagd de ontwikkeling van de overheidsfinanciën voldoende te beheersen. Hoewel zijn waarschuwingen aan het kabinet langzamerhand een vast onderdeel in elk jaarverslag vanaf 1981 zijn geworden, valt in dit verslag toch de scherpste van zijn bewoordingen op. Blijkbaar meent hij dat het Nederlandse begrotingsbeleid aan het verslappen is, waardoor de nationale onzekerheid onnodig voortduurt.

Ten aanzien van de eigen verantwoordelijkheid van DNB — het monetaire beleid — is de president nogal tevreden over het resultaat. Immers, de gulden heeft zich in de loop van 1987 ontwikkeld tot de sterkste valuta binnen het EMS en het binnenlandse prijsniveau is voor het tweede achtereenvolgende jaar vrijwel onveranderd gebleven. De doortastendheid bij het monetaire beleid heeft de nationale onzekerheid gemitigeerd en wordt impliciet als voorbeeld gesteld aan de budgettaire beleidsmakers in Den Haag. In het navolgende zal allereerst ingegaan worden op de bronnen van interna-

* Dr. S.C.W. Eijffinger doceert Geld-, Krediet- en Bankwezen aan de Katholieke Universiteit Brabant te Tilburg.

tionale en nationale onzekerheid, vervolgens op het monetaire toezicht – onder te verdelen in het grote en kleine monetaire beleid – en tenslotte op het bedrijfseconomisch toezicht van DNB. Ter completering wordt getracht een algemene evaluatie van het jaarverslag te geven.

Internationale onzekerheid

De toegenomen internationale onzekerheid tijdens het verslagjaar is volgens dr. Duisenberg een rechtstreeks gevolg van de ongekend grote betalingsbalansonevenwichtigheden in de wereld, die '... nog geruime tijd veel groter blijven dan verenigbaar kan worden geacht met een spoedige terugkeer van rust en evenwicht in de economie' (blz. 15). In bedekte termen verwijt hij de Verenigde Staten een gebrek aan internationale betrokkenheid door het laten voortbestaan van hun begrotings- en handelstekort, terwijl hij de beide andere economische grootmachten – West-Duitsland en Japan – een meer coöperatief beleid toeschrijft. De onzekerheid in de wereldeconomie kan volgens hem slechts dan verminderd worden, indien de Verenigde Staten bereid zijn orde op zaken te stellen door een aanpassing van het binnenlandse budgettaire beleid met negatieve gevolgen voor de groei en werkgelegenheid op de korte termijn. Niettemin ziet hij een lichtpunt in de bereidheid van de autoriteiten in alle grote industrielanden, inclusief de Verenigde Staten, te aanvaarden dat zij een oordeel dienen te hebben over wat de juiste wisselkoersverhoudingen zijn en over het daarbij behorende beleid. Verder ziet hij een opvallende divergentie tussen ontwikkelingen in de financiële sfeer en die in de reële sfeer. De woeligheid op de valutamarkten en financiële markten, welke culmineerde in de beurscrisis van oktober jl., contrasteert met de alleszins meevallende reële economische groei.

Daarnaast is de president vol lof over de Amerikaanse monetaire autoriteiten, die hun les uit de geschiedenis hebben geleerd en ná de krach terecht reageerden met een welhaast onbepaalde krediettoezegging. Vanwege deze belangrijke verschillen gaat een vergelijking met de beurscrisis van 1929 mank, omdat er toentertijd sprake was van een sterk teruglopende groei en scherp aangehaalde kredietteugels. Duisenberg vindt een vergelijking met de 'vergeten beurskrach' van 1962 eerder van toepassing. Immers, in de eerste negen maanden van dat jaar daalden de aandelenkoersen op de Amsterdamse beurs met bijna 30%, terwijl de reële economische ontwikkelingen niet wezenlijk werden beïnvloed en de koersen zich weldra herstelden door het aanwezige vertrouwen.¹ Waaraan hij echter voorbijgaat, is de toegenomen instabiliteit van de financiële markten in vergelijking met vorige beurscrises, zoals die van 1962. Zoals bekend voltrok de krach van oktober 1987 zich in een veel vlugger tempo – binnen enkele dagen – dan eerdere koerscorrecties. Over de oorzaken van deze razendsnelle koersval is reeds veel gediscussieerd en geschreven. Daarbij kan in eerste instantie gedacht worden aan de katalyserende werking van nieuwe financiële producten en processen, zoals futures (termijncontracten), opties (recht tot aan- of verkoop op een van te voren vastgestelde uitoefenprijs) en 'program-trading' (gecomputeriseerde bewaking van aandelenporte-

1. De overeenkomst tussen de beurscrisis van 1962 en 1987 werd reeds eerder opgemerkt in: E.J. Bomhoff, *Economische Zaken, NRC-Handelsblad*, 11 november 1987.

feuilles door vooral Amerikaanse institutionele beleggers). Dit laatste vormt de exponent van een steeds kortere beleggingshorizon bij het beheer van aandelenportefeuilles, waarbij de beperking van verlies of winstneming op de korte termijn voorop staat. Indien en voorzover de hierdoor vergrote instabiliteit van het financiële systeem niet beperkt wordt, kunnen dergelijke forse koersuitslagen zich in de toekomst vaker manifesteren. Het zou interessant zijn van de zijde van DNB te vernemen in hoeverre hier een rol voor de monetaire autoriteiten is weggelegd.

Nationale onzekerheid

Het oordeel van dr. Duisenberg over de Nederlandse economie is, met uitzondering van de collectieve sector en het financieringstekort, gematigd optimistisch. De reële economische groei zette zich voor het vijfde achtereenvolgende jaar voort (2,5%) ondanks de opgetreden groeivertraging in het investeringsvolume, zij het in een langzamer tempo dan in voorgaande jaren. Hierdoor nam de werkgelegenheid fors — met 355.000 — toe, die ten gevolge van de sterke groei van de beroepsbevolking nauwelijks tot uitdrukking kwam in een dalende werkloosheid. Daarentegen constateert hij dat met de sanering van de overheidsfinanciën in 1987 geen vooruitgang is geboekt. In het verslagjaar is het aandeel van de collectieve sector in het bruto nationale produkt wederom toegenomen, ná aanvankelijk een geleidelijke daling vanaf 1983, en is het financieringstekort van de totale overheid (Rijk en lagere overheid) opnieuw gestegen tot 9,2% van het netto nationale inkomen², dat volgens de president ongeveer het dubbele is van het op termijn aanvaardbaar te achten tekort en in ieder geval beduidend hoger dan de eigen doelstelling — 5,25% voor 1990 — van het kabinet. Zodoende bevindt Nederland zich naar zijn mening nog volop in de gevarezone en begint het ook in internationaal opzicht steeds ongunstiger af te steken. 'Daarmee heeft ons land zichzelf', in de woorden van Duisenberg, 'veroordeeld tot een nog jaren durend saneringsproces, waarvan de pijn cumuleert en de acceptatiegraad vermindert, zonder dat overigens aan de sanering kan worden ontsnapt' (blz. 27). Voorwaar, een somber perspectief!

Kortom, hij concludeert dat de regering in de afgelopen vijf jaren onvoldoende in staat is gebleken de nationale onzekerheid weg te nemen door het gezond maken van de overheidsfinanciën. Bovendien zal de voortdurende onzekerheid in Nederland zich des te meer wreken naarmate één Europese interne markt met vrijheid van goederen-, diensten-, personen- en kapitaalverkeer dichterbij komt. Ter onderbouwing van de stelling dat de Nederlandse collectieve sector met die van de meeste industriële landen uit de pas loopt, is in het jaarverslag een internationaal overzicht opgenomen met (de mutatie van) de uitgaven, de ontvangsten en het vorderingstekort van overheden in Nederland en negen andere OECD-landen voor 1987 (ten opzichte van 1982). Het vor-

2. Terzijde kan vermeld worden dat in de laatste Miljoenennota voor 1988 een geringe daling van het financieringstekort van de totale overheid wordt verwacht tot 8,5% van het netto nominale inkomen, terwijl Duisenberg voor een voortgaande stijging in dit jaar vreest. De Miljoenennota gaat uit van additionele ombuigingen en andere tekortbeperkende maatregelen, die DNB als te optimistisch beschouwt. Niettemin verdient het aanbeveling dat er een betere afstemming bij de tekortprognoses plaatsvindt tussen het Ministerie van Financiën en de Bank.

deringentekort is een meer geschikte maatstaf bij internationale vergelijking dan het financieringstekort, omdat de netto kredietverlening van de overheid niet meegerekend wordt. Het overzicht is weergegeven in tabel 1.

Tabel 1. De collectieve sector in een aantal landen (procenten van het bruto nationale produkt)

	1987			Mutaties 1987 t.o.v. 1982		
	<i>Uitgaven</i>	<i>Ontvangsten</i>	<i>Vorderingen-tekort^a</i>	<i>Uitgaven</i>	<i>Ontvangsten</i>	<i>Vorderingen-tekort^a</i>
Nederland	62,2	55,6	6,6	-0,5	-0,1	-0,4
België	52,2	45,1	7,1	-4,4	-0,2	-4,2
Bondsrep. Duitsland	45,8	44,1	1,7	-2,9	-1,4	-1,5
Frankrijk	51,4	49,1	2,3	1,0	1,5	-0,5
Italië	50,6	39,8	10,8	3,0	3,5	-0,5
Verenigd Koninkrijk	41,6	39,9	1,7	-3,3	-2,7	-0,6
Denemarken	57,5	59,2	-1,7	-3,6	7,2	-10,8
Zweden	59,7	63,4	-3,7	-6,0	4,0	-10,0
Verenigde Staten	35,0	32,5	2,5	-0,1	0,9	-1,0
Japan	32,8	32,5	0,3	-0,3	3,0	-3,3

Toelichting: De gegevens zijn op transactiebasis.

a. Het vorderingentekort van de collectieve sector is gelijk aan het financieringstekort, ongerekend netto kredietverlening. In Nederland betreft de netto kredietverlening merendeels woningwet-leningen.

Bron: DNB, Jaarverslag 1987, blz. 86.

Uit dit overzicht blijkt dat de collectieve uitgaven in Nederland de hoogste van de tien landen zijn en dat ons land zich wat betreft het vorderingentekort met België en Italië in de laagste klasse bevindt, uitgedrukt in procenten van het bruto nationale produkt. Zowel de uitgavenquote, als de tekortquote zijn de afgelopen vijf jaren in Nederland slechts bescheiden verminderd (0,5 resp. 0,4 procentpunt). Landen als België, Zweden en in mindere mate de Bondsrepubliek Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en Denemarken slaagden erin om hun uitgavenquote sterk te reduceren, terwijl deze in Frankrijk en Italië zelfs toenam. Bij de interpretatie van het overzicht kunnen echter een tweetal kanttekeningen worden geplaatst. Ten eerste bevat de tabel voor de tien landen slechts één niveau (1987), en één mutatie (1982-1987) van het vorderingentekort en zijn componenten, welke een zeer beperkt beeld geven van het feitelijke beslag van de collectieve sector in de loop der tijd en daarom onvoldoende recht doen aan het verschil in economische dynamiek tussen deze landen.³ Ten tweede kan uit de

3. Door de afhankelijkheid van collectieve uitgaven (bijv. huursubsidies en studiefinanciering) en ontvangsten (bijv. inkomsten- en vennootschapsbelasting) van de mate van economische groei kan de vorderingentekortquote gekarakteriseerd worden als een bijzonder endogene grootheid. Uit de recente ervaringen in het Verenigd Koninkrijk blijkt dat een groeistimulerend beleid door belastingverlaging én uitgavenreductie tot een snelle vermindering van het overheidstekort kan leiden ('uit het tekort groeien').

tabel *in principe* geen juiste conclusie omtrent de noodzaak van tekortvermindering door de overheid worden getrokken, zolang het structureel spaaroverschot van de particuliere sector in de betreffende landen niet mede in beschouwing wordt genomen. Immers, het vorderingentekort is een afspiegeling van het *feitelijke* beslag van de overheid en dient geconfronteerd te worden met het *genormeerd* beslag van de overheid, dat benaderd kan worden met het structureel spaaroverschot van de particuliere sector. Het duidelijkst komt het belang hiervan naar voren in de Verenigde Staten, waar het vorderingentekort van 'slechts' 2,5% als ernstig gekenmerkt dient te worden vanwege de geringe structurele spaarneiging van Amerikanen in de laatste jaren.

Het kleine monetaire beleid en het EMS

'Het monetaire beleid dient', volgens dr. Duisenberg, 'gericht te zijn op het voorkomen van mogelijke verstoringen van de prijsstabiliteit vanuit de monetaire sfeer zelf. Het beleid van de Bank is te dien einde gericht op de beheersing van de geldgroei bij gelijktijdige stabilisering van de wisselkoers' (blz. 30). Vervolgens bespreekt hij uitvoerig de rol van het kleine monetaire beleid (wisselkoersbeleid) en het grote monetaire beleid (geldhoeveelheidsbeleid).⁴ Het kleine monetaire beleid beoogt '... de koersontwikkeling van de gulden binnen het kader van het EMS nauw te doen aansluiten bij die van de Duitse mark, enerzijds vanwege de prioriteit die beheersing van de inflatie in Duitsland heeft, anderzijds omdat Duitsland onze grootste handelspartner is' (blz. 31). De president laat de vaste koppeling van de gulden aan de D-mark volledig intact en beschouwt deze als een *conditio sine qua non* voor het monetaire beleid, zolang de Europese monetaire eenwording nog niet gerealiseerd is. Helaas gaat hij daarbij niet in op een toekomstige doorkruising van het kleine monetaire beleid in zijn stringente vorm door nieuwe financiële ontwikkelingen, zoals effectisering ('securitization'), (verdere) liberalisering en vervlechting van financiële markten, zowel nationaal, als internationaal.⁵ Hierdoor zal ongetwijfeld de mobiliteit en instabiliteit van het korte, maar bovenal het lange kapitaalverkeer bevorderd worden, de koppeling tussen de gulden en D-mark in de toekomst steeds lastiger te handhaven zijn en dientengevolge de binnenlandse monetaire onzekerheid toenemen. Niettemin had DNB bij haar wisselkoersbeleid de laatste maanden van 1987 de wind – vanuit het oosten – volop in de zeilen.

In de eerste plaats leidde de beurskrach van oktober jl. en de daarop volgende forse depreciatie van de Amerikaanse dollar tot een sterke opwaartse druk op de D-mark en, in zijn kielzog, de gulden. Daarnaast zorgde de in oktober aangekondigde bronbelasting in West-Duitsland voor een krachtiger positie van de gulden ten opzichte van de D-mark, doordat het beleggen in guldens relatief aantrekkelijker werd dan dat in D-marken.⁶ Hierop wordt in het jaarverslag echter niet uitgebreid ingegaan. Beide factoren

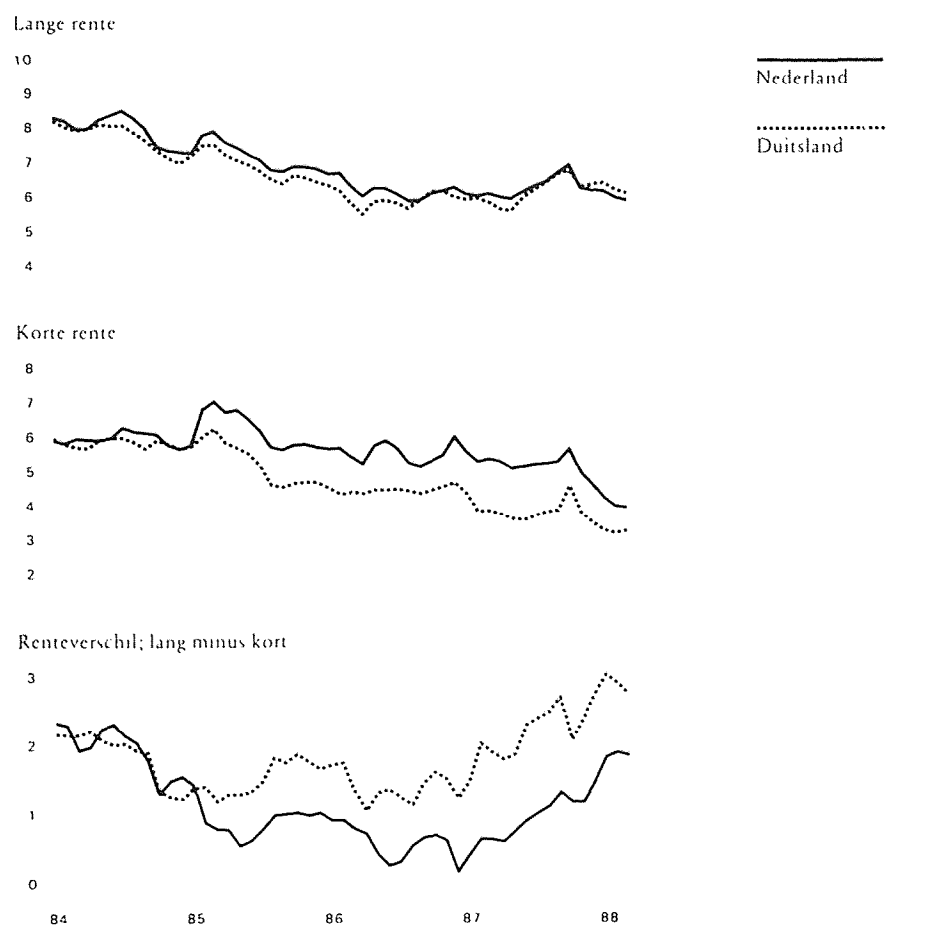
4. Zie in dit verband ook: W.F. Duisenberg, De rol van het monetaire beleid, *Kwartaalbericht DNB*, no. 1, 1987, blz. 17-24.

5. Voor een uitwerking hiervan wordt verwezen naar: S.C.W. Eijffinger, Naar een nieuwe monetaire politiek in Nederland?, *ESB*, 25 november 1987, blz. 1116-1122.

6. Met ingang van 1989 zal in West-Duitsland 10% bronbelasting worden ingehouden op de rente van obligaties (uitgezonderd Eurobonds) en spaartegoeden. Minister van Financiën dr. H.O.C.R. Ruding haastte zich echter te verklaren dat Nederland de Westduitse plannen voor het heffen van bronbelasting beslist niet zou overnemen. Zie: R. van Gessel, Nederland zal nooit bronheffing instellen, *De Telegraaf*, 19 oktober 1987.

maakten dat de gulden vanaf november 1987 de sterkste valuta in de EMS-interventieband werd (zie blz. 96) en stelde DNB in staat haar officiële tarieven in vijf stappen van telkens 0,25% omlaag te brengen naar 3,75% per 22 januari van dit jaar, zonder dat de positie van de gulden verzwakte. Daardoor werd het écart tussen de Nederlandse en Westduitse geldmarktrente, dat vanaf het begin van 1985 1,25 à 1,5% punt had bedragen, uiteindelijk teruggebracht tot 0,8% punt per ultimo januari. In figuur 1 wordt zowel het korte, als het lange renteverschil tussen beide landen weergegeven.

Figuur 1. Rentestructuur in Nederland en de Bondsrepubliek Duitsland (in procenten)



Voor de Duitse kapitaalmarktrente is een nieuwe indicator ter beschikking gekomen, die qua looptijdstructuur van de in beschouwing genomen obligaties beter aansluit op de Nederlandse indicator. Hierdoor komt het écart tussen de Nederlandse en Duitse rente 0,2 tot 0,5 procentpunt lager uit.

Bron: DNB, Jaarverslag 1987, blz. 77.

Bovendien dook de Nederlandse kapitaalmarktrente weliswaar onder de Westduitse — het *écart* betrof 0,3% punt per ultimo januari —, maar de lange rente daalde in mindere mate dan de korte rente, zodat er in Nederland een iets steilere en meer gezonde rentestructuur ontstond. Zonder ruimer gebruik te maken van de toegestane bandbreedte binnen het EMS, kon DNB derhalve enigszins tegemoet komen aan de kritiek op het structurele renteverskil in de korte sfeer met West-Duitsland en de nogal vlakke rentestructuur in Nederland.⁷

Ten aanzien van het EMS stelt dr. Duisenberg tevreden vast dat de samenwerking tussen de lidstaten versterkt is, hetgeen tot uitdrukking kwam in het gecoördineerde rentebeleid tussen vooral de Banque de France en de Deutsche Bundesbank in november 1987. Belangwekkend kunnen zijn opmerkingen betreffende Europese monetaire integratie genoemd worden. Refererend aan de voorstellen van de Europese Commissie voor de totstandkoming van de interne markt in 1992, schetst hij het perspectief van één grote geïntegreerde Europese geld- en kapitaalmarkt — op termijn vergelijkbaar met de grote Amerikaanse financiële markt — door verdere stabilisering van de wisselkoersen én liberalisatie van het kapitaalverkeer binnen het EMS. Men kan zich afvragen of deze optimistische visie niet wat voorbarig is gezien de twee — terecht — strenge voorwaarden die hij verbindt aan de oprichting van een Europese centrale bank: een gemeenschappelijk budgettair beleid van de lidstaten, met name wat betreft de nationale begrotingstekorten, én een grote mate van autonomie voor de Europese centrale bank, die bij verdrag geregeld dient te worden. Het ware interessant geweest te verneemen op welke wijze Duisenberg een dergelijke onafhankelijkheid in de praktijk vorm gegeven ziet. Moet bij een Europese centrale bank bijvoorbeeld gedacht worden aan een federatieve structuur, zoals het Federal Reserve System, of juist niet? Daarenboven is minstens even boeiend na te gaan welke weg naar een dergelijk orgaan gevolgd dient te worden.⁸

Het grote monetaire beleid

Het grote monetaire beleid (geldhoeveelheidsbeleid) heeft volgens de president als oogmerk '... de stabiliteit van de prijzen en derhalve de groei van de liquiditeitscreatie uit binnenlandse bron af te stemmen op de trendmatige groei van de productiecapaciteit ... Ten einde iedere belemmering van de economische ontwikkeling te voorkomen, wordt deze groei door de Bank in het huidige economische klimaat enigszins ruim gesteld op 3%' (blz. 31). Noch in het algemeen overzicht, noch in de rest van het jaarverslag wordt de nationale liquiditeitsquote — d.i. de verhouding tussen de binnenlandse liquiditeitenmassa en het nominale nationale inkomen — meer als doelstelling genoemd.⁹ Moet hieruit worden geconcludeerd dat DNB het beheersen van de liquidi-

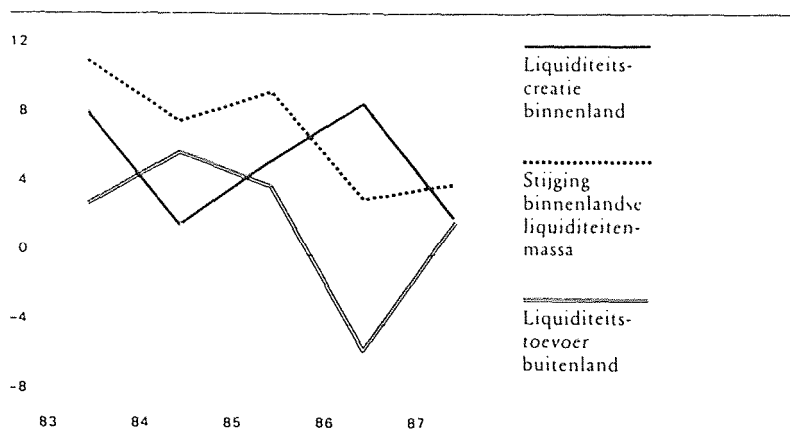
7. Zie bijv. Th.A.J. Meys en E.F. Limburg, *Wisselkoersen in een geïntegreerde financiële wereldmarkt*, in: T. de Vries e.a., *Wisselkoersen in een veranderende wereld*, Preadviezen van de Vereniging voor de Staathuishoudkunde, Leiden/Antwerpen, 1986, blz. 94-95.

8. Voor een nadere beschouwing wordt verwezen naar: W. Eizenga, *Een Europese centrale bank*, *ESB*, 25 november 1987, blz. 1108-1122.

9. In de marge zij opgemerkt dat het jaarverslag 1987 breekt met de traditie van een grafische weergave en bespreking van de ontwikkeling van de liquiditeitsquote. Vergelijk bijv.: DNB, *Jaarverslag 1986*, blz. 76.

teitsquote definitief verlaten heeft òf, sterker geformuleerd, dat de Bank impliciet is overgegaan tot een norm voor de geldgroei (uit binnenlandse bron)?

Figuur 2. Monetair overzicht (procenten binnenlandse liquiditeitenmassa aan het begin van het jaar)



Bron: DNB, Jaarverslag 1987, blz. 68.

Figuur 2 geeft een overzicht van de binnenlandse liquiditeitscreatie en zijn componenten gedurende de afgelopen vijf jaren. Daaruit blijkt de binnenlandse liquiditeitenmassa in 1987 met 4,2% toegenomen te zijn, waarvan 2% voortvloeiende uit binnenlandse bron – overheid en bankwezen – en 2,2% uit buitenlandse bron. Hoewel de binnenlandse liquiditeitscreatie in het afgelopen jaar hoger dan die in 1986 (3,3%) was, wordt in het jaarverslag toch gesproken van ‘. . . een begin van terugkeer naar meer normale liquiditeitsverhoudingen’ (blz. 68). Allereerst is de binnenlandse liquiditeitscreatie in 1987 veel evenwichtiger verdeeld over de beide bronnen dan in het voorafgaande jaar, toen er sprake was van een omvangrijke liquiditeitsafvloeiing naar het buitenland (–5,5%),¹⁰ die ruim overtroffen werd door de liquiditeitscreatie door de banken (8,3%). Bovendien financierde de overheid haar tekort in 1986 en 1987 min of meer neutraal (0,5% resp. –0,3%). Daarnaast is de binnenlandse liquiditeitscreatie tijdens het verslagjaar volgens DNB in opwaartse zin vertekend door de aanzienlijke onttrekkingen van spaargelden als reactie op de aankondiging van de fiscale meldingsplicht voor banken ten aanzien van door hen uitbetaalde rente op spaargelden en obligaties. Dr. Duisenberg meent echter dat de monetaire relevantie van deze terugtrekking van spaargelden bij de banken beperkt lijkt ‘. . . , omdat immers mag worden aangenomen dat ook ten aanzien van het deel van de spaargelden, dat nu in de vorm van liquiditeiten wordt aangehouden, spaarmotieven nog steeds in belangrijke mate bepalend zullen zijn voor het

10. De omslag in de buitenlandse bron was volgens DNB geheel toe te schrijven aan de sterke vermindering van de netto kapitaaluitvoer (zie blz. 67).

gedrag van de houders' (blz. 33). Indien gecorrigeerd wordt voor het effect van de opgevraagde spaargelden, zou de binnenlandse liquiditeitscreatie in 1987 niet 4,2%, maar 1,5% zijn geweest (zie blz. 74).¹¹ Hoe men deze neerwaartse bijstelling door DNB ook moge beoordelen, het feit blijft bestaan dat de afgelopen vijf jaren — zie figuur 2 — een forse aanwas van de binnenlandse voorraad liquiditeiten in de Nederlandse economie heeft plaatsgevonden.

Deze accumulatie van liquiditeiten houdt vanzelfsprekend een potentieel inflatiegevaar in. Immers, op het moment dat de binnenlandse bestedingen weer aantrekken, zal de aanwezige overliquiditeit zich vertalen in een oplopende inflatiegraad. Ondanks de weinig uitbundige vooruitzichten voor de economische groei, blijft er door het gevoerde grote monetaire beleid enige onzekerheid bestaan. Niettemin heeft DNB vanwege de 'bevredigende monetaire uitkomsten in 1987' en het 'uitzicht op voortgaande prijsstabiliteit' (blz. 70) besloten om de informele norm voor de groei van het netto geldscheppend bedrijf der banken — 11 à 12% voor 1986 en 1987 tezamen — voor 1988 niet meer te continueren. De president geeft toe dat de directe kredietbeheersing '... na verloop van tijd verstarrend uitwerkt op de verhoudingen in het bankwezen' (blz. 32) en niet meer past in een tijd van liberalisatie en integratie van financiële markten en innovatie bij financiële titels.

In aansluiting op zijn rede in oktober 1987¹², herhaalt hij kort de plannen voor de invoering van meer marktconforme instrumenten, zoals openmarktpolitiek in de kapitaalmarkt. Door aan- en verkoop van staatsobligaties beoogt DNB '... zodanige signalen aan de kapitaalmarkt te geven dat hiervan een matigende invloed uitgaat op de groei van de liquiditeitenmassa' (blz. 32). Door deel te nemen aan emissies van staatsobligaties bouwt de Bank in twee jaar een openmarktportefeuille van ongeveer f 3 miljard op, waarbij de opbrengst van deze deelneming door het Rijk zal worden aangewend voor de aflossing van vervallend schatkistpapier teneinde monetaire neutraliteit te verzekeren. Bovendien wordt de geldmarktverruiming als gevolg van het afgeloste papier ongedaan gemaakt door het instellen van een kasreserveverplichting — een vast bij DNB aan te houden bedrag aan kasmiddelen — voor de banken. Uiteindelijk impliceert de invoering van beide instrumenten een overgang naar een systeem van indirecte kredietbeheersing, welke door sommige critici als onvermijdelijk werd beschouwd vanwege de huidige ontwikkelingen binnen het financiële systeem.¹³

Het bedrijfseconomisch toezicht

Zoals bekend houdt het bedrijfseconomisch toezicht in dat de centrale bank — ná overleg met de betrokken instellingen — richtlijnen voor de solvabiliteit en liquiditeit van de banken kan geven en de rentabiliteit van het bankwezen in de gaten houdt. In het

11. In dit verband kan de vraag gesteld worden of de definitie van oneigenlijke spaargelden, die gebaseerd is op de omloopsnelheid van spaartegoeden, misschien niet aan een herziening toe is.

12. Zie W.F. Duisenberg, Openmarktbeleid in de kapitaalmarkt, *Kwartalbericht DNB*, no. 3, 1987, blz. 17-22.

13. Bijv. P. Korteweg, Monetair beleid in Nederland (II), *ESB*, 19 november 1980, blz. 1284-1291 en S.C.W. Eijffinger, *Over de beheersbaarheid van de geldhoeveelheid*, Amsterdam, 1986, blz. 72-78 en blz. 166-170.

verleden heeft dit toezicht – onterecht – enigszins in de schaduw van het monetair toezicht gestaan. Mede onder invloed van de toegenomen risico's in het internationale bankwezen en het internationale overleg tussen toezichthouders binnen vooral het *Bazelse comité*¹⁴, is er de laatste jaren sprake van een hernieuwde belangstelling voor het bedrijfseconomisch toezicht, in het bijzonder voor de solvabiliteit. Onder de solvabiliteit wordt verstaan de mate, waarin de risicodragende activa van een bank (kredieten aan banken, bedrijven en gezinnen) gedekt worden door haar garantievermogen (gestort aandelenkapitaal, zichtbare reserves, stille reserves en achtergestelde leningen). In het najaar van 1987 heeft het Bazelse comité een principe-akkoord bereikt inzake de harmonisatie van solvabiliteitseisen voor banken binnen de Groep van Tien. Hierin wordt voorgesteld dat het internationale bankwezen ultimo 1992 tenminste 8% garantievermogen dient aan te houden tegenover de risicodragende activa, waarbij de uitzettingen naar hun risicograad gewogen worden en dus een groter garantievermogen vereisen naarmate deze risicograad hoger is. Tevens wordt rekening gehouden met de zgn. 'off balance sheet'-activiteiten van de banken. Parallel aan het internationale overleg heeft DNB haar solvabiliteitsrichtlijnen per 1 november 1987 herzien overeenkomstig het principe-akkoord. Dr. Duisenberg verwacht dat de invoering van een solvabiliteitsratio van 8% voor gewogen risico's '... voor het Nederlandse bankwezen enige verzwaaring van de vereiste solvabiliteit (zal) inhouden ten opzichte van de uitkomsten van de herziene solvabiliteitsrichtlijnen' (blz. 23). Vanwege de hieruit voortvloeiende verzwaaring van de solvabiliteitsdruk zullen de aanpassingen in drie jaar gefaseerd worden doorgevoerd (zie blz. 104 en 118).

Hoewel de uniformering en verscherping van solvabiliteitseisen binnen de Groep van Tien de onzekerheid bij het internationale bankwezen ongetwijfeld doen verminderen als gevolg van gelijkere concurrentieverhoudingen en een groter weerstandsvermogen, kan hierbij toch een kanttekening worden geplaatst in die zin dat de solvabiliteitsrichtlijnen nog steeds betrekking hebben op de boekwaardebalans van de instellingen. Daarentegen komt de *feitelijke* risicograad van de bancaire activa juist tot uitdrukking in een marktwaardebalans, die aanzienlijk kan afwijken van de boekwaardebalans ten gevolge van een daling van de kwaliteit van bancaire activa.¹⁵

Vervolgens meldt het jaarverslag dat het liquiditeitssurplus – afgemeten aan ruime liquiditeit én kasliquiditeit – van het geldscheppende bankwezen in de loop van 1987 verder is toegenomen door de relatief sterke stijging van zowel direct opvraagbare te goeden, als schatkistpapier (zie blz. 109-110). Niettemin zou het, gezien de voortgaande internationalisering van het bankwezen, interessant zijn te vernemen in hoeverre een harmonisatie van liquiditeitsrichtlijnen op dit moment bij de toezichthouders van het Bazelse comité in de belangstelling staat.

14. Het Bazelse comité, ook wel 'Cooke Committee' genoemd, is een internationaal samenwerkingsverband – in het kader van de Bank for International Settlements te Bazel – van toezichthouders van de Groep van Tien (inclusief Zwitserland), waarin gestreefd wordt naar een uniform wereldwijd systeem van banktoezicht.

15. Voor een uitwerking van deze problematiek wordt verwezen naar: H.A. Benink, 'Bancaire "off-balance sheet"-activiteiten en het solvabiliteitstoezicht', *NIBE-Katern*, no. 9, Amsterdam, 1988, blz. 80-89 en P.J.W. Duffhues, 'Het solvabiliteitstoezicht op banken en de financiële theorie', te verschijnen in de loop van 1988 in *De Naamloze Vennootschap*.

Tenslotte bleef de rentabiliteit van het Nederlandse bankwezen volgens DNB in 1986 'nagenoeg ongewijzigd' (blz. 113). Eigenlijk was er sprake van een kleine daling van de netto baten¹⁶ tot 0,63% van het gemiddelde balanstotaal in dat jaar, die 'historisch gezien niet hoog' (blz. 114) zijn. Het is daarom naar de mening van de Bank belangrijk '... dat een verder afglijden van de rentemarge wordt voorkomen, ook al moet worden verwacht dat in de komende jaren de concurrentie nog verder zal verscherpen' (blz. 114). In dit verband blijft echter onbesproken, in welke mate de rentemarge en derhalve de rentabiliteit van de banken onder druk staat als gevolg van het beleid van DNB zelf. Wat is het effect van de verscherpte solvabiliteitsrichtlijnen op de rentemarge? Wat is de invloed van de opbouw van een openmarktportefeuille aangevuld met een kasreserveverplichting voor de rentabiliteit? Anders gezegd, hoe serieus is de Bank werkelijk bezorgd om de winstgevendheid van het bankwezen?

Eindoordeel

Het jaarverslag 1987 van DNB en in het bijzonder het algemeen overzicht van de president wordt gekenmerkt door een grote bezorgdheid als gevolg van het voortbestaan van internationale en nationale onzekerheid. De internationale onzekerheid vloeit vooral voort uit de betalingsbalansonevenwichtigheden van de grote industriële landen. De nationale onzekerheid wordt volgens dr. Duisenberg veroorzaakt door de uitblijvende sanering van de overheidsfinanciën in Nederland. Hij meent dat Nederland wat betreft de collectieve uitgaven en het begrotingstekort steeds meer uit de pas gaat lopen met de overige landen binnen de Europese Gemeenschap, hetgeen ons land zal opbreken in het geval van één Europese interne markt in 1992 (of later). Daarentegen is Duisenberg nogal tevreden over het monetaire beleid van de Bank zelf. Hij wijst in dit verband op de sterke positie van de gulden binnen het EMS en de lage inflatiegraad in ons land, maar onderschat hierbij de nog steeds aanzienlijke overliquiditeit en het daardoor potentiële inflatiegevaar in de Nederlandse economie. Dit betekent dat DNB zelf ook verantwoordelijk is voor enige nationale onzekerheid. Een mogelijkheid om deze monetaire onzekerheid te verminderen is de publiekelijke afkondiging van monetaire doelzônes — bijv. doelzônes voor de geldmarktruimte of basisgeldhoeveelheid —, zodat er aan de economische subjecten een monetair kader ('monetary budget') wordt gegeven en het grote monetaire beleid van de Bank een '... een zo groot mogelijke bijdrage levert aan het verminderen van de onzekerheden waarmee zij die economische beslissingen nemen, worden geconfronteerd' (blz. 15).

16. De netto baten worden gedefinieerd als het verschil van de totale baten (interest, provisie, overige en buitengewone baten) en de totale lasten (loonsom, overige kosten, voorzieningen en buitengewone lasten).